

### RYZYKO/ZYSK



### ZARZĄDZAJĄCY

**Beata Kielan**  
Prezes Zarządu GO TFI SA  
doradca inwestycyjny,  
licencja nr 31.

### TOWARZYSTWO

**GO TFI SA**  
ul. Stawki 2, 00-193 Warszawa  
tel. +48 22 860 63 76  
www.gotfi.pl

## INWESTUJEMY W POLSKIE FIRMY

### Rynek obligacji korporacyjnych IV- kwartał 2015

#### Hossa rynku obligacji korporacyjnych trwa.

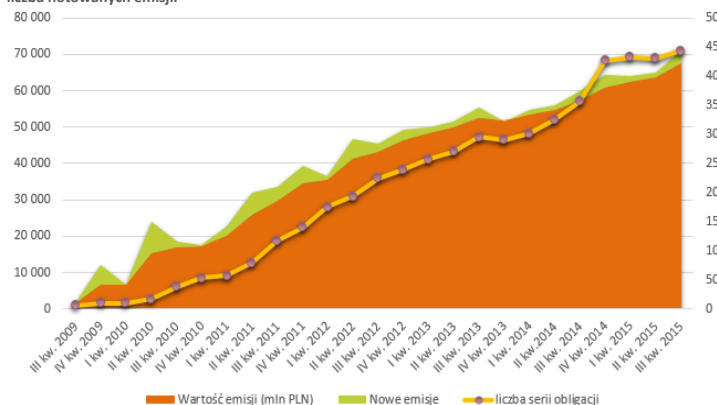
- Wartość notowanych obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst wyniosła na koniec 4Q2015 r. 60,36 mld zł w stosunku do końca 3Q2015 r. 62,11 mld zł (spadek 1,75 mld zł). Największy wpływ na spadek wartości miały obligacje PKO Finance AB 0,8 mld zł
- Liczba notowanych serii w analogicznym okresie wyniosła 360 w stosunku do 368 w poprzednim okresie (spadek o 8).
- W 4Q2015 r. z 20 emisji zapadających w tym okresie, w przypadku 4 wystąpił problem z wykupem lub terminową wypłatą odsetek. W porównaniu do poprzedniego okresu ilość „problemowych” obligacji wzrosła o jedną sztukę, jednak porównując ich ilość ze wszystkimi emisjami wygasłymi w tym okresie, ich udział procentowy zmalał w znaczącym stopniu z ok. 33% do 20%.
- Wartościowo nowe emisje należały do banków (Raiffeisen oraz Getin Bank – sumarycznie ponad 2 mld zł.)

#### Czynniki makroekonomiczne sprzyjają firmom dzięki niższemu kosztowi kredytowania.

Pomimo, że na świecie realizuje się scenariusz deflacji, a zawirowania w Chinach stwarzają zagrożenie wzrostu na przyszłość to póki co Polska gospodarka ma się dobrze, a paradoksalnie osłabienie złotego może jeszcze pomóc polskim przedsiębiorstwom zwiększając ich siłę konkurencyjną.

Nie mniej jednak marże obligacji na rynku Catalyst znalazły się pod presją przede wszystkim sektora bankowego – zarówno potężnych kwot – (ponad 2 mld zł emisji) jak i zmian prawnych, oraz bankructwa banku spółdzielczego Wołomin.

Rys. 1 Wartość emisji notowanych na Catalyst, wartość netto emisji w poszczególnych kwartałach oraz liczba notowanych emisji.



#### Pomimo pozytywnego, ogólnego trendu na sytuację w poszczególnych branżach wpływają pojedyncze spółki i jednostkowe przypadki.

Nadal największe szanse uzyskania wysokiego dochodu daje branża pożyczkowa – marże powyżej 7%, oraz deweloperzy (+6,5%), usługi finansowe (+6,5%), usługi medyczne (+6%). Dodatkowo, branża pożyczkowa i usługi finansowe inne są najlepiej postrzegane przez inwestorów, i tylko tam marże się zawężają. Słabo wypada branża handlu internetowego, oraz handlu ogółem. Grupa Empik Media & Fashion sklepów Empik, mimo sprzedaży sięgającej 1,3 mld zł, po pierwszym półroczu miała 59 mln zł straty. Problemy finansowe spółki ciągną się od 2013 r. Grupa wyemitowała 128 milionów obligacji. Podobnie fatalnie

wygląda sytuacja Merlin.pl, należącego do czerwonej Torebki, co razem przełożyło się na spadek notowań tego dewelopera. Specjalne układy dla Pana Prezesa – może nie trzeba było wydawać 50 milionów złotych za coś co było warte co najwyżej 3 miliony ?

Te dwa przykłady niestety wskazują, że, w środowisku silnej konkurencji, gdzie rządzi konsument, a bariery wejścia są wysokie – ciężko jest osiągać wysokie marże, pomimo wzrostu rynku, a branże są obciążone wysokim ryzykiem. Ewentualna upadłość Empiku nie będzie miała tak spektakularnych skutków na rynku funduszy, jak upadłość PBG oraz DSS w 2012 r., gdyż wartość emisji znacznie mniejsza, nie mniej jednak potwierdzi, tylko, że w przeciwieństwie do powszechnego mitu miejskiego właśnie, podmioty o sporym udziale w rynku są najbardziej ryzykowne.

*Przykłady te, są też potwierdzeniem tezy, że w inwestycjach na rynku obligacji, istotna jest selekcja oraz zabezpieczenia. Jeszcze w 2013 r.u wydawało się, że inwestycja w obligacje banków spółdzielczych, to pewniak, dzisiaj już WSZYSCY nauczyli się, co to jest obligacja podporządkowana. GOTFI nie inwestuje w ten sektor w ogóle.*

#### Jak inwestujemy – IV kwartał 2015 r.

Podstawowe założenia inwestycyjne pozostały niezmiennie. Fundusz subGO Obligacje1 unika inwestycji w nisko marżowe sektory – ciągle jest to branża budowlana, i branża handlu detalicznego, gdzie niskie marże występują zarówno na samej działalności jak i na koszcie emitowanego długu. Unikamy również banków, w tym spółdzielczych, oraz w pewnym zakresie energetyki, w tym emisji dużych przedsiębiorstw - głównie ze względu na niskie marże emitowanego długu nie rekompensujące braku płynności oraz ryzyka sektora – które to ryzyka w wielu przypadkach zmaterializowały się.

Kryteria budowy portfela pozostają bez zmian:

- niskie ryzyko stopy procentowej;
- maksymalne zabezpieczenie ryzyka kredytowego;
- monitorowanie stanu spółek – spotkanie z zarządami, analiza scoringowy;
- płynny portfel – założeniem jest aby obligacje były notowane na rynku Catalyst i sprzedawane przed wykupem.

Przyjęto założenie, iż papiery wartościowe poszczególnych emitentów nie będą przekraczać 5% w aktywach netto.

W celu uzyskania wysokiej stopy zwrotu Zarządzający poszukuje inwestycji niedowartościowanych, często dokonując rebalansingu, jak również wykorzystując okazje rynkowe.

Zwiększony nacisk na budowę modelu wyceny, oraz oceny zabezpieczeń skutkuje niesłabnącą wysoką pozycją i stabilnym wynikiem.

**SubGO Obligacje1** to produkt zbudowany w oparciu o lokaty w dłużne papiery wartościowe, których **bezpieczeństwo zostało zwiększone poprzez zmienną stopę procentową oraz zabezpieczenie emisji**. Dzięki temu Inwestorzy otrzymują możliwość osiągnięcia relatywnie wysokiej stopy zwrotu przy ograniczonym i kontrolowanym ryzyku.

Do budowy portfela **wykorzystywane są coraz bardziej zaawansowane metody prognostyczne i optymalizacyjne**.

**Dbamy też o płynność – udział funduszu w obrotach na rynku Catalyst jest jednym z najwyższych.**

Inwestorzy uzyskują zatem stabilną inwestycję, przy jednoczesnej możliwości osiągnięcia stóp zwrotu znacznie przewyższających oprocentowanie standardowych lokat bankowych.

Patrząc na historię widać, że przyjęta polityka się sprawdza – nawet incydenty kredytowe nie naruszyły istotnie stopy zwrotu oraz płynności

funduszu. Posiadane przez fundusz obligacje GANT S.A. zostały już zbyte a co do Trust S.A. toczą się negocjacje. Po zamknięciu tej sprzedaży, w portfelu będzie tylko jedna emisja niepracująca, nieprzekraczająca 1%.

Biorąc pod uwagę aktualne oprocentowanie oraz okazje rynkowe oczekiwana stopa zwrotu z portfela subGO Obligacje1 porusza się w przedziale **6%-8% w ciągu najbliższych 12 miesięcy.**

Treści zawarte w niniejszym materiale są podane wyłącznie do celów informacyjnych i nie stanowią oferty w rozumieniu przepisów Kodeksu Cywilnego, oferty publicznej w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2005 r., Nr 184, poz. 1539, z późn. zm.), jak również nie stanowią rekomendacji inwestycyjnej w rozumieniu rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz. U. z 2005 r. Nr 206, poz. -1715 z późn. zm.). Niniejszy materiał nie zawiera pełnych informacji niezbędnych do oceny ryzyka związanego z inwestycją w papiery wartościowe oraz inne instrumenty finansowe. Pełny opis wszystkich ryzyk inwestycyjnych zawarty jest w Warunkach Emisji certyfikatów Funduszu. Treści zamieszczone w niniejszym materiale nie powinny być traktowane jako porady finansowe ani porady prawne. Zaleca się, aby potencjalni inwestorzy skorzystali z niezależnych i profesjonalnych porad finansowych, podatkowych i prawnych przed podjęciem decyzji o inwestowaniu w Fundusz. Kapitał inwestora jest narażony na ryzyko i inwestor może nie odzyskać kwoty pierwotnie zainwestowanej. Ryzyko wszelkich decyzji podjętych na podstawie informacji zawartych w niniejszym materiale, w szczególności decyzji inwestycyjnych, ponosi wyłącznie osoba podejmująca decyzję. Decyzje inwestycyjne, co do inwestowania w fundusze inwestycyjne powinny być podejmowane po zapoznaniu się z Warunkami Emisji certyfikatów inwestycyjnych funduszu, zawierającymi szczegółowe informacje w zakresie: czynników ryzyka, zasad nabywania certyfikatów inwestycyjnych funduszy, opłaty manipulacyjne oraz informacje podatkowe. W/w dokumenty dostępne są w siedzibie GO TFI S.A. oraz na stronie internetowej [www.gotfi.pl](http://www.gotfi.pl). Komentarz zawiera osobiste opinie autora, które pomimo dołożenia należytej staranności mogą być obciążone ryzykiem ich niezrealizowania. Inwestycja wiąże się z ryzykiem. Wyniki osiągane w przeszłości nie gwarantują osiągnięcia tożsamyh lub podobnych wyników w przyszłości. Wartość aktywów netto Funduszu cechuje się dużą zmiennością ze względu na skład portfela inwestycyjnego, w konsekwencji, dochód z zainwestowanych środków może ulec zwiększeniu lub zmniejszeniu. Towarzystwo i Fundusz nie gwarantują osiągnięcia celów i wyników inwestycyjnych. Prezentowane wyniki nie uwzględniają opłat związanych z lokowaniem w Fundusz oraz podatków, chyba, że co innego wyraźnie wynika z danej informacji. Potencjalny zwrot z inwestycji może zostać pomniejszony o wynagrodzenie, opłaty lub inne obciążenia (w ty podatkowe) pobierane zgodnie z obowiązującym prawem. GO TFI S.A., zarządzające Funduszem, działa na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego. Komisja Nadzoru Finansowego nie jest organem, który zatwierdził lub zaakceptował produkty lub usługi Towarzystwa.